

## 固收点评 20230406

# 晓鸣转债：高效能蛋鸡制种行业龙头企业

2023年04月06日

关键词：#一体化 #行业整合

### 事件

- **晓鸣转债(123189.SZ)于2023年4月6日开始网上申购**：总发行规模为3.29亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目（一期、二期、三期）、南方种业中心一期项目以及补充流动资金。
- **当前债底估值为71.95元，YTM为3.03%**。晓鸣转债存续期为6年，联合资信评估股份有限公司资信评级为A+/A+，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.10%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的113.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.97%（2023-04-04）计算，纯债价值为71.95元，纯债对应的YTM为3.03%，债底保护一般。
- **当前转换平价为100.2元，平价溢价率为-0.21%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年10月12日至2029年04月05日。初始转股价19.43元/股，正股晓鸣股份4月4日的收盘价为19.47元，对应的转换平价为100.21元，平价溢价率为-0.21%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为8.17%**。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30，130%”，有条件回售条款为“30，70%”，条款中规中矩。按初始转股价19.43元计算，转债发行3.29亿元对总股本稀释率为8.17%，对流通盘的稀释率为13.94%，对股本摊薄压力较小。

### 观点

- **我们预计晓鸣转债上市首日价格在115.67~129.02元之间，我们预计中签率为0.0009%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到晓鸣转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在22%左右，对应的上市价格在115.67~129.02元之间。我们预计网上中签率为0.0009%，建议积极申购。
- **宁夏晓鸣农牧股份有限公司是中国生物安全水平最高、代次最全、竞争力最强的蛋鸡制种企业之一**。公司致力于打造中国“蛋鸡产业生物安全第一品牌”，是蛋鸡制种行业的龙头企业之一，集祖代和父母代蛋种鸡饲养、蛋鸡养殖工程技术研发、种蛋孵化、雏鸡销售、技术服务于一体，是“引、繁、推”一体化科技型蛋鸡制种企业。
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为26.00%**。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“M型”波动，2017-2021年复合增速为26.00%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为160.63%。2021年，公司实现营业收入7.14亿元，同比增加32.29%；实现归母净利润0.82亿元，同比增加62.88%。
- **公司的主要营收构成稳定，鸡产品和副产品贡献主要营收**。2019-2021年公司鸡产品占营业收入的比例分别为85.89%、88.26%和88.85%，副产品占营业收入的比例分别为14.11%、11.65%和11.08%。公司市占率良好，受益于广阔的市场空间，主营业务稳定扩张。
- **公司销售净利率和毛利率近年逐步下行，销售费用率下降，管理费用率维稳，财务费用率增加**。2017-2021年，公司销售净利率分别为-5.35%、4.31%、20.50%、9.31%和11.46%，销售毛利率分别为13.23%、22.19%、38.48%、26.88%和22.46%。
- **风险提示**：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《基金监管要求收紧将如何影响债市？》

2023-04-06

《半导体产业链复盘——材料篇（1）：立昂、兴森转债》

2023-04-06

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点 .....	9
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	我国城镇及农村居民人均蛋类消费量 (千克)	10
图 9:	公司商品代雏鸡销售情况及市占率 (百万只, %)	10
表 1:	晓鸣转债发行认购时间表	4
表 2:	晓鸣转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测晓鸣转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 晓鸣转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-04-03	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-04-05	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-04-06	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日(缴付足额资金); 网上申购日(无需缴付申购资金);
T+1	2023-04-07	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-04-10	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-04-11	保荐机构(主承销商)根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2023-04-12	《刊登发行结果公告》; 向发行人划付募集资金

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表2: 晓鸣转债基本条款

转债名称	晓鸣转债	正股名称	晓鸣股份
转债代码	123189.SZ	正股代码	300967.SZ
发行规模	3.29 亿元	正股行业	农林牧渔-养殖业-肉鸡养殖
存续期	2023 年 04 月 06 日至 2029 年 04 月 05 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	19.43 元	转股期	2023 年 10 月 12 日至 2029 年 04 月 05 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.10%,1.80%,2.50%,3.00%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 113%(含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
红寺堡智慧农业产业示范园父母代种业基地项目 (一期、二期、三期)	30,001.69	20,000.00
南方种业中心一期项目	15,850.00	5,000.00
补充流动资金	7,900.00	7,900.00
<b>合计</b>	<b>53,751.69</b>	<b>32,900.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	71.95 元	转换平价 (以 2023/04/04 收盘价)	100.21 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	38.99%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-0.21%
纯债到期收益率 YTM	3.03%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 71.95 元, YTM 为 3.03%。晓鸣转债存续期为 6 年, 联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.10%、1.80%、2.50%、3.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 113.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.97% (2023-04-04) 计算, 纯债价值为 71.95 元, 纯债对应的 YTM 为 3.03%, 债底保护一般。

当前转换平价为 100.2 元, 平价溢价率为 -0.21%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 10 月 12 日至 2029 年 04 月 05 日。初始转股价 19.43 元/股, 正股晓鸣股份 4 月 4 日的收盘价为 19.47 元, 对应的转换平价为 100.21 元, 平价溢价率为 -0.21%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30, 130%”, 有条件回售条款为“30, 70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 8.17%。按初始转股价 19.43 元计算, 转债发行 3.29 亿元对总股本稀释率为 8.17%, 对流通盘的稀释率为 13.94%, 对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计晓鸣转债上市首日价格在 115.67~129.02 元之间。按晓鸣股份 2023 年 4 月 4 日收盘价测算, 当前转换平价为 100.21 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的银微转债 (转换平价 92.64 元, 评级 A+, 发行

规模 5.00 亿元)、微芯转债(转换平价 105.17 元, 评级 A+, 发行规模 5.00 亿元)、凯发转债(转换平价 101.12 元, 评级 A+, 发行规模 3.50 亿元), 4 月 4 日转股溢价率分别为 35.00%、29.86%、37.64%。

2) 参考近期上市的浙矿转债(上市日转换平价 93.77 元)、立高转债(上市日转换平价 102.95 元)、测绘转债(上市日转换平价 109.12 元), 上市当日转股溢价率分别为 67.75%、38.91%、43.87%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率( $x_2$ )、前十大股东持股比例( $x_3$ )和上市前一日中证转债成交额取对数( $x_4$ ), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为:  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 农林牧渔行业的转股溢价率为 21.68%, 中债企业债到期收益为 8.97%, 2022 年三季报显示晓鸣股份前十大股东持股比例为 68.44%, 2023 年 4 月 4 日中证转债成交额为 51,790,855,023 元, 取对数得 24.67。因此, 可以计算出晓鸣转债上市首日转股溢价率为 19.61%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到晓鸣转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 22%左右, 对应的上市价格在 115.67~129.02 元之间。

表5: 相对价值法预测晓鸣转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		17.00%	19.00%	22.00%	25.00%	27.00%
-5%	18.50	111.38	113.28	116.14	118.99	120.90
-3%	18.89	113.72	115.67	118.58	121.50	123.44
2023/04/04 收盘价	19.47	117.24	119.24	122.25	125.26	127.26
3%	20.05	120.76	122.82	125.92	129.02	131.08
5%	20.44	123.10	125.21	128.36	131.52	133.62

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 70.53%。晓鸣股份的前十大股东合计持股比例为 68.44% (2022/09/30), 股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 70.53%。

我们预计中签率为 0.0009%。晓鸣转债发行总额为 3.29 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 70.53%, 剩余网上投资者可申购金额为 0.97 亿元。晓鸣转债仅设置网上发行, 近期发行的志特转债(评级 A+, 规模 6.14 亿元)网上申购数约 1011.35 万户, 能辉转债(评级 A+, 规模 3.48 亿元) 1016.5 万户, 鹿山转债(评级 A+, 规模 5.24 亿元) 1053.04 万户。我们预计晓鸣转债网上有效申购户数为 1026.96 万户, 平均单户申购金额

100 万元，我们预计网上中签率为 0.0009%。

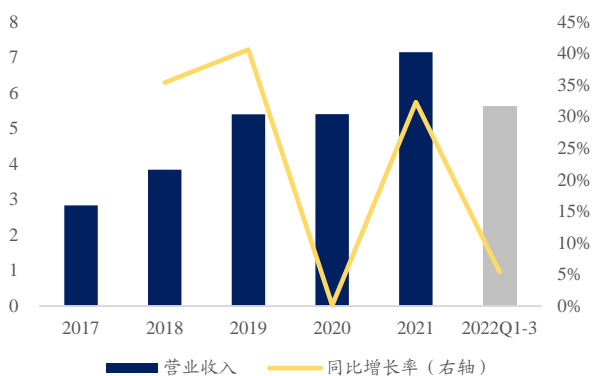
### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

宁夏晓鸣农牧股份有限公司是中国生物安全水平最高、代次最全、竞争力最强的蛋鸡制种企业之一。公司主营业务为祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡养殖，父母代种雏鸡、商品代雏鸡（蛋）及其副产品销售，商品代育成鸡养殖及销售。公司是集祖代和父母代蛋种鸡饲养、蛋鸡养殖工程技术研发、种蛋孵化、雏鸡销售、技术服务于一体的“引、繁、推”一体化科技型蛋鸡制种企业，是蛋鸡制种行业的龙头之一，具有明显的经营模式与生物安全优势，2013 年以来市占率稳步提升，截至 2021 年已达 14.96%。公司历经多年的沉淀和发展，在贺兰山东麓及西麓建成多个高标准蛋种鸡生态养殖基地及养殖场；在宁夏、新疆、河南、吉林和陕西多地建有孵化厂。同时，公司建立了全国产品销售的覆盖网络，产品销售覆盖全国，影响力大，能够在市场集中度提升的过程中充分享受红利。

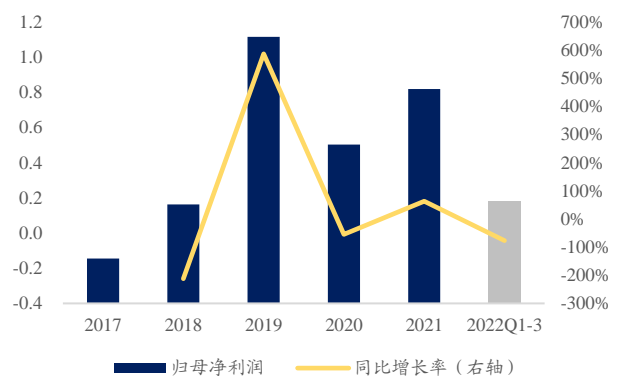
2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 26.00%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“M 型”波动，2017-2021 年复合增速为 26.00%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 160.63%。2021 年，公司实现营业收入 7.14 亿元，同比增加 32.29%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比增加 62.88%，主要系蛋鸡制种业务稳步发展，销售数量和市场份额占比逐年提升，且商品代雏鸡销售价格上涨所致。2022Q1-3 营业收入与归母净利润降幅明显，主要由于疫情影响鸡蛋消费以及养殖饲料成本上行，下游商品蛋鸡养殖户雏鸡补栏情绪低迷，公司鸡苗销售价格明显偏低，叠加公司自身饲料成本也小幅上移，导致小幅亏损。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

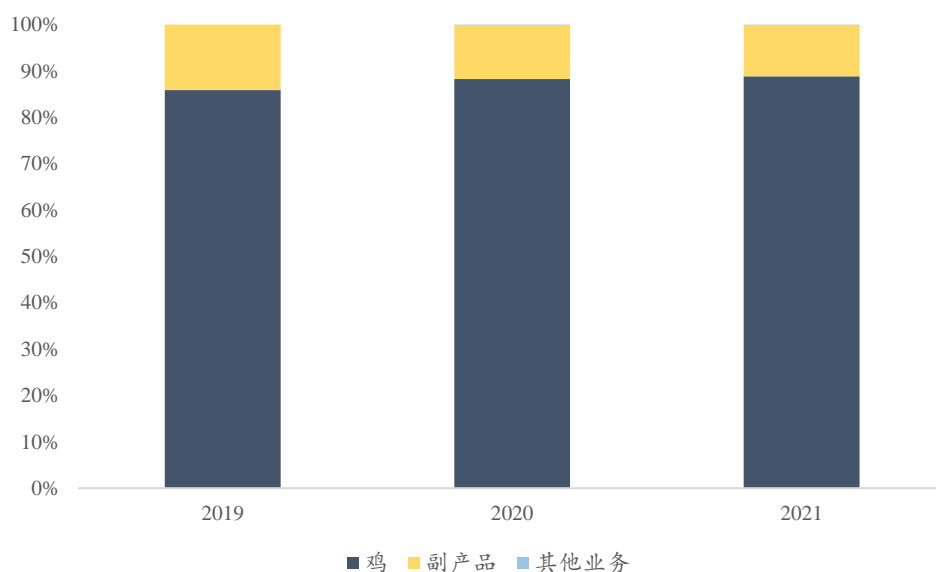


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成稳定，鸡产品和副产品贡献主要营收。2019-2021 年，公司鸡产品占营业收入的比例分别为 85.89%、88.26%和 88.85%，副产品占营业收入的比例分别为 14.11%、11.65%和 11.08%。公司作为蛋鸡制种龙头企业之一和一体化科技型蛋鸡

制种企业, 在经营模式和生物安全方面具有优势, 市占率良好, 受益于广阔的消费需求, 主营业务稳定扩张。

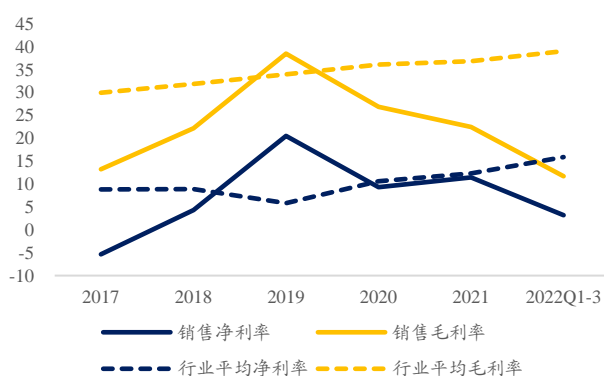
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

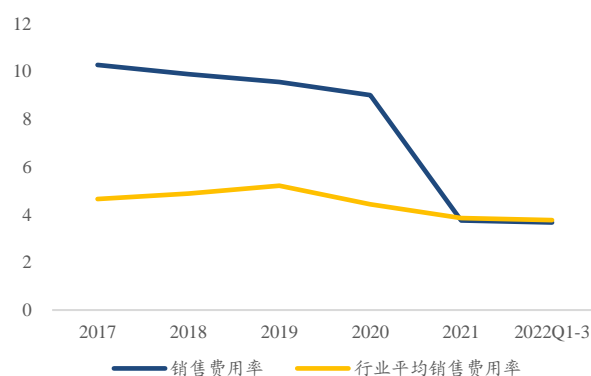
公司销售净利率和毛利率近年逐步下行, 销售费用率下降, 管理费用率维稳, 财务费用率增加。2017-2021 年, 公司销售净利率分别为-5.35%、4.31%、20.50%、9.31%和 11.46%, 销售毛利率分别为 13.23%、22.19%、38.48%、26.88%和 22.46%。2022 年前三季度, 受鸡蛋消费走低及饲料成本上升影响, 公司鸡苗销售价格偏低, 毛利率降幅明显。2020 年起, 公司财务费用率大幅上升, 主要系为保证生产经营周转所需资金, 公司增加了金融机构借款, 以及项目建成投产后固定资产贷款利息费用化所致。

图4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



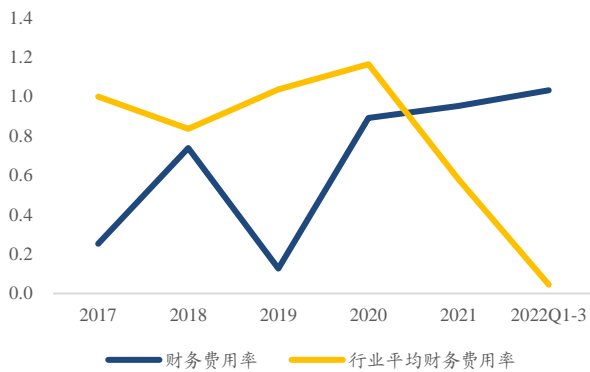
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



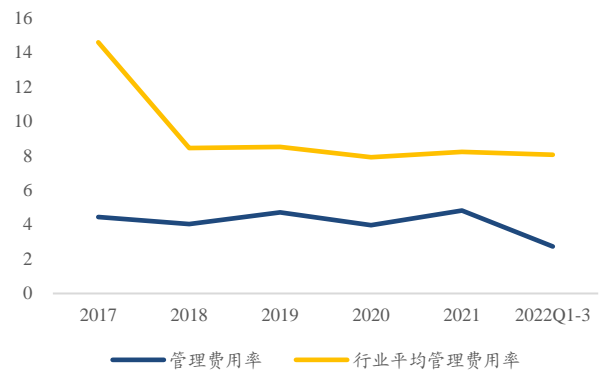
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

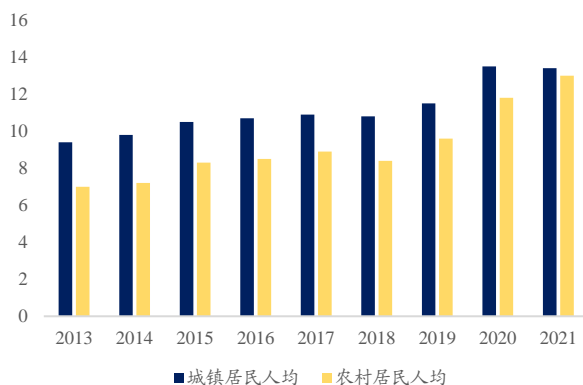
### 3.2. 公司亮点

**蛋鸡市场空间广阔, 产业稳步发展。**我国父母代蛋种鸡需求常年维持在约 1400-1600 万套之间, 销售额约为 0.8-1.5 亿元; 商品代蛋雏鸡需求量约为 11-13 亿羽, 销售额约为 40 亿元; 商品代育成鸡年需求量约 3 亿羽左右, 销售额约为 40 亿元; 鸡蛋生产量约为 2300 万吨, 销售额约 1600 亿元。我国是全球鸡蛋第一大生产国和消费国, 自 1985 年开始鸡蛋产量连续居于世界首位, 而随着农村居民人均蛋类消费量的快速提升, 预计未来鸡蛋市场容量将进一步提升。竞争格局方面, 我国存在大量蛋鸡散养及专业户养殖, 行业格局呈现“小规模, 大群体”的特点, 伴随经济发展及居民消费结构变动, 以及鸡蛋安全质量及环保等要求逐渐提高, 养殖规模化趋势明显, 未来优质蛋鸡企业会获得品牌溢价。公司作为蛋鸡制种龙头企业之一, 有望在产业整合的进程中把握机会进一步提升其市场影响力及认可度。

**公司位列蛋鸡制种行业龙头, 具有明显的生物安全与经营模式优势, 市场占有率持续提升。**公司致力于打造中国“蛋鸡产业生物安全第一品牌”, 是中国生物安全水平最高、代次最全、竞争力最强的蛋鸡制种企业之一。公司注重生物安全系统建设, 充分发挥养殖场众多、分散布局的特点, 采用“全进全出”、封闭管理、轮流空场的生物安全运作模式, 以贺兰山脉为天然屏障, 阻挡强对流空气和飞禽携带疫病的传播, 拥有绝佳的隔离条件; 严格控制出入车辆, 在饲喂过程中最大限度减少人工参与, 降低风险。经营模式方面, 公司“集中养殖、分散孵化”, 于闽宁、阿拉善等基地集中养殖, 后将种蛋运输至宁夏、吉林等地孵化, 再运输给客户, 既能利用低固定成本、高生物安全的区位优势, 又能发挥市场、劳动力及运输成本优势, 充分开拓当地市场。长期来看, 在行业规模化、集约化持续推进的背景下, 公司作为行业头部企业, 有望凭借自身稳定 and 高质量

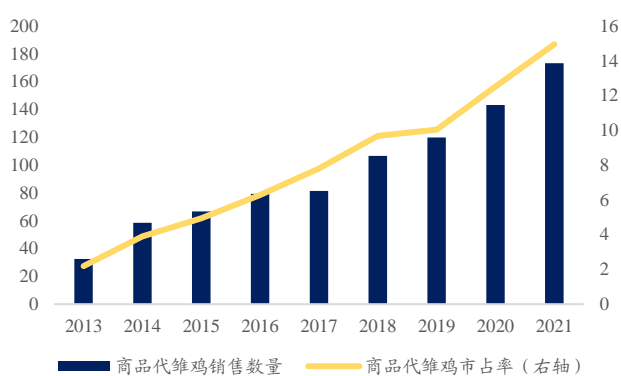
的鸡苗供给优势和突出的销售渠道优势充分受益，持续提升市占率。

图8: 我国城镇及农村居民人均蛋类消费量(千克)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图9: 公司商品代雏鸡销售情况及市占率(百万只, %)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

